



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Macarena Villalobos M.
Tel. (56) 22433 5200
macarena.villalobos@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.

Agosto 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA+
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2016

Características Bonos Colocados en Chile							
Identificación	Serie	Nemotécnico	Valor Nominal Inicial (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (M UF)	Fecha Vencimiento
Nº de inscripción 360 del 12.11.2003	A1	BANOR-A1	340	5,2%	Semestral	111	2016
	A2	BANOR-A2	1.560	5,2%	Semestral	507	2016
	B1	BANOR-B1	700	5,8%	Semestral	700	2024
	B2	BANOR-B2	6.900	5,8%	Semestral	6.900	2024

Balance General Individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2011	2012	2013	2014	dic-15	mar-16
Activos Corrientes	98.426.968	98.786.671	121.380.956	129.636.606	136.711.172	134.089.830
Activos No Corrientes	421.573.718	418.801.424	434.446.436	478.005.283	541.919.612	552.541.003
Total de Activos	520.000.686	517.588.095	555.827.392	607.641.889	678.630.784	686.630.833
Pasivos Corrientes	12.549.250	16.072.526	27.412.507	29.303.602	45.964.799	41.923.323
Pasivos No Corrientes	355.381.136	322.840.651	311.680.120	336.169.922	338.457.248	337.062.621
Total de Pasivo	367.930.386	338.913.177	339.092.627	365.473.524	384.422.047	378.985.944
Patrimonio Neto Total	152.070.300	178.674.918	216.734.765	242.168.365	294.208.737	307.644.889
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	520.000.686	517.588.095	555.827.392	607.641.889	678.630.784	686.630.833

Estado de Resultados individual - IFRS						
Cifras en Miles de \$	2011	2012	2013	2014	dic-15	mar-16
Total ingresos por actividades ordinarias	37.529.763	43.587.173	48.387.995	55.549.870	67.048.910	16.903.326
Otros gastos por naturaleza	-7.859.552	8.330.014	-8.749.011	-8.515.210	-11.642.510	-3.202.986
Ingresos Financieros	20.860.002	21.054.354	24.271.102	25.007.744	27.979.681	7.731.713
Costos financieros	-15.226.545	-13.466.155	-13.956.254	-12.619.478	-12.383.645	-2.993.307
Ganancia	23.477.695	26.604.618	38.059.847	43.808.319	52.040.372	13.436.152

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La Concesión Internacional Sistema Oriente-Poniente, en adelante **Autopista Costanera Norte (Costanera Norte)**, es una concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) que contempla dos ejes viales, Costanera Norte y Avenida Presidente Kennedy, los que totalizan 43,78 km con vías de alta velocidad. El comienzo de sus operaciones, para los tramos habilitados, fue el 12 de abril de 2005.

La emisión de los bonos de **Costanera Norte** cuenta con la garantía parcial del Banco Interamericano de Desarrollo, BID, quien cauciona el 15% de las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda.

La clasificación y categoría de riesgo asignada a los bonos emitidos por **Costanera Norte**, "*Categoría AA+*", se fundamenta principalmente por los elevados flujos esperados de la concesión, en relación con el perfil de pago de los bonos, y por las exigencias a las cuales se debe someter el emisor en lo que respecta a la administración de sus excedentes mientras se mantengan vigentes los títulos de deuda.

Dentro de las principales fortalezas del bono destaca el hecho de que los Ingresos Mínimos Garantizados por el Estado a la concesión (IMG) superan holgadamente las obligaciones generadas por la emisión de bonos (en promedio más del 40%). Hasta la fecha no ha sido necesario que opere el sistema de IMG dado que los flujos de la sociedad han respondido satisfactoriamente en relación con las proyecciones originales.

Según datos a diciembre de 2015, la relación entre deuda financiera y EBITDA de la sociedad, asciende a 2,73 veces; a su vez el plazo remanente de la concesión es de 20 años.

Por otra parte, la estructura financiera en la que se encuadra la emisión de los bonos establece que el emisor sólo podrá autorizar el retiro de utilidades, la reducción de capital y/o el pago de deuda relacionada, si se mantiene un fondo de liquidez que garantice el pago de los próximos cupones anuales; asimismo, para los mismos efectos se exige que sus flujos periódicos superen en un porcentaje preestablecido las amortizaciones de capital y el pago de intereses. Según información a marzo de 2016, la concesionaria mantiene en disponible y valores negociables la suma de \$ 78.131 millones, equivalente al pago de seis cupones semestrales.

Cabe agregar que los resultados obtenidos por la sociedad en sus años de operación son relativamente consistentes con las proyecciones tenidas en consideración en la etapa de ejecución de la autopista. También, como elemento de juicio a considerar, está el hecho de que el plazo del bono es inferior al periodo de la concesión (facilita eventual e hipotética necesidad de refinanciamiento).

Cabe señalar que la inversión antes referida será compensada en parte por el MOP, además de la construcción y modificación de pódicos.

La perspectiva de la clasificación se considera “Estable” por cuanto no se visualizan en el corto plazo factores que puedan hacer variar de manera significativa la capacidad de pago de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Niveles de tráfico crecientes y consolidados.
- Flujo de caja adecuado en relación el pago de la deuda.
- Estructura financiera que favorece la liquidez de la compañía.

Fortalezas complementarias

- Adecuada conectividad con otras autopistas concesionadas.
- Estabilidad institucional y legal.

Fortalezas de apoyo

- Proyecto de conexión entre Puente La Dehesa – Padre Arteaga (no se considera en los flujos).

Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo a la última información disponible, durante el primer trimestre de 2016, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$16.903 millones, equivalente a un crecimiento de 13,0% con respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, este ítem no incorpora los ingresos financieros, en donde se incluyen los IMG por el MOP (y que se descuentan del ingreso operacional). Por lo tanto, haciendo los ajustes correspondientes, se tiene que en marzo de 2016 el ingreso por peaje, considerando infractores,

alcanzó los \$ 23.467 millones, lo que significó un incremento de 10,5%. En el mismo lapso los gastos por naturaleza ascendieron a un monto de \$ 3.203 millones, incrementando un 7,3% en los primeros tres meses del 2016 frente al 2015.

A marzo de 2016 los costos financieros alcanzaron los \$ 2.993 millones, presentando una pequeña disminución de un 2% respecto del mismo periodo del 2015. Dentro del mismo lapso de tiempo, la deuda financiera se redujo en \$ 3.023 millones, quedando en \$ 224.113 millones.

Con todo, la ganancia de la sociedad alcanzó los \$ 13.436 millones, lo que significó un aumento de 32,4% con respecto al año anterior, impulsado tanto por mayor recaudación por tráfico como por ingresos provenientes del MOP.

En relación a futuras obras de mitigación, **Costanera Norte**, actualmente se encuentra en plena ejecución de la segunda etapa del programa Santiago Centro Oriente, (no incluye el proyecto Puente La Dehesa – Padre Arteaga) que contemplan lo siguiente: mejoramiento Lo Saldes – Rotonda Perez Zujovic; Costanera Sur y sus conexiones, que consiste en conectar en ambos sentidos el eje Costanera Norte con Av. Costanera Sur a través de dos túneles; Túnel Kennedy entre Rotonda Pérez Zujovic y Américo Vespucio, que consiste en la construcción de un túnel de tres pistas de 1,3 kilómetros de longitud, sentido poniente-oriente.

Finalmente, en relación a los hechos ocurridos en abril de 2016, producto de las inundaciones que afectaron la región Metropolitana y que posteriormente ocasionaron el desborde del cauce del río Mapocho, según el contrato de construcción suscrito entre Costanera Norte y Sacyr, es ésta última quien tiene la obligación de contratar y mantener vigentes seguros por responsabilidad civil y de construcción, los cuales fueron activados y se encuentran operando.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión tiene por objeto la construcción, mejoramiento, reparación, conservación, ampliación, remodelación, mantenimiento, administración y explotación de la obra pública por peaje de la red urbana de la Región Metropolitana denominada Sistema Oriente–Poniente (Costanera Norte y Avenida Kennedy). La concesión vial está constituida por los siguientes dos ejes:

- **Costanera Norte:** Longitud de 35,96 km. Recorre la ciudad de oriente a poniente por la rivera norte del río Mapocho; atraviesa once comunas, entre el Puente La Dehesa en la comuna de Lo Barnechea, y Américo Vespucio en la comuna de Pudahuel. Además, conecta la avenida Américo Vespucio con la Ruta 68, la que a su vez conecta Santiago con Valparaíso y Viña del Mar.

- **Avda. Presidente Kennedy:** Longitud aproximada de 7,82 km. Divide las comunas de Las Condes y Vitacura en el sector oriente, entre Estoril (altura Puente Tabancura) y Puente Lo Saldes.

El plazo de la concesión es por un período de 30 años (360 meses) contado desde el 1º de julio de 2003, finalizando el 30 de junio de 2033. Sin embargo, bajo el Convenio Ad-Referendum 2 existe la posibilidad de extender el plazo en tres años bajo circunstancias particulares.

El Decreto Supremo de adjudicación de la concesión fue publicado en febrero de 2000. En la actualidad está en operación la totalidad de la autopista.

Dos de las características más innovadoras del proyecto son la construcción de parte de la carretera bajo el lecho del Río Mapocho y el Sistema de Cobro Electrónico de Peaje.

Tráfico

Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos y, en segunda instancia pero con una reducida importancia, por la circulación de vehículos pesados, los que representaron el 94,2% y 3,8% respectivamente. La evolución del tráfico se puede observar en el siguiente gráfico:

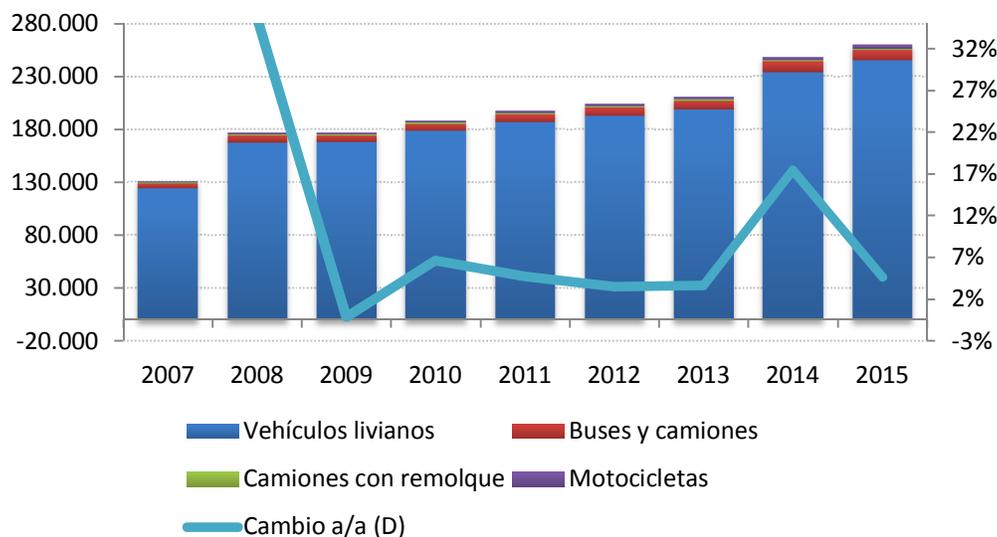


Ilustración 1: Composición del tráfico de la autopista

Patrocinadores

Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A. pertenece en un 99,998% a Grupo Costanera S.p.A., que a su vez es controlada por el grupo Atrantia, a través de Autostrade dell'Atlantico S.r.L., y Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB) y el 0,002% restante pertenece al grupo Gestión Vial S.A.

Esta estructura societaria se estableció luego que Atlantia se hiciera del 100% de las acciones de Autostrade Sud America SRL, comprando la participación a SIAS y Mediobanca el 18 de junio de 2012. Posteriormente, el 2 de agosto de ese mismo año, Atlantia vendió el 49,99% de Grupo Costanera S.p.A. a CPPIB.

Atlantia es una compañía italiana, operadora de autopistas, con concesiones en Italia, Chile, India y Polonia. La solvencia de la compañía está clasificada en "Categoría Baa1" a escala global.

CPPIB es una organización de manejo de inversiones con base en Toronto, Canadá. Su propósito es invertir los fondos depositados en el *Canada Pension Plan*. La institución administraba US 264.755 millones al cierre de marzo de 2016. Su clasificación de solvencia tiene "Categoría Aaa" a escala global.

Garantes

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento, de conformidad con el calendario de pagos, es garantizado parcialmente por el Banco Interamericano de Desarrollo, BID, en forma irrevocable e incondicional, en forma previa al acaecimiento de un Evento de Sindicación. La responsabilidad del BID se limita al 15% de la deuda.

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las proyecciones estimadas por **Humphreys**, el EBITDA generado por la concesionaria, bajo condiciones equivalentes a las definidas como escenario normal en el estudio de tráfico, sería más que suficiente para cubrir las obligaciones de la emisión de bonos, soportando en el largo plazo niveles de estrés elevados. A marzo de 2016 se presenta un pasivo con un saldo insoluto de UF 339 mil en favor de Grupo Costanera S.p.A., consecuencia de una deuda subordinada con los accionistas de la sociedad, que se deberá ir pagando a medida que haya holgura financiera (bajo el cumplimiento de ciertas condiciones en cuanto a liquidez y nivel de operación). Cabe señalar que parte de este pago está provisionado en el balance y que se han realizado pagos parciales en los años anteriores. La Ilustración 2 presenta el comportamiento de los flujos proyectados frente al pago de la deuda emitida por **Costanera Norte**.

Mirando al pasado, la evolución del EBITDA ha sido positiva a lo largo del tiempo. La relación EBITDA sobre ingreso presenta alzas sostenidas desde el 2009, pasando de 78,0% a 84,6% al cierre del 2015. Este

comportamiento responde a la madurez de la concesión, aumentando el tráfico y con ello los ingresos frente a un menor crecimiento de los costos y gastos de la operación.

Pago de deuda y EBITDA

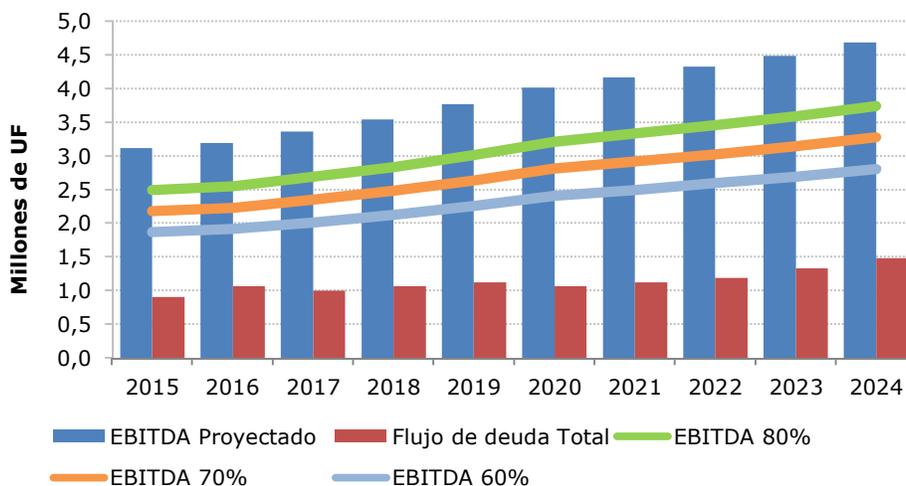


Ilustración 2: Proyección de flujos frente a pagos de la deuda

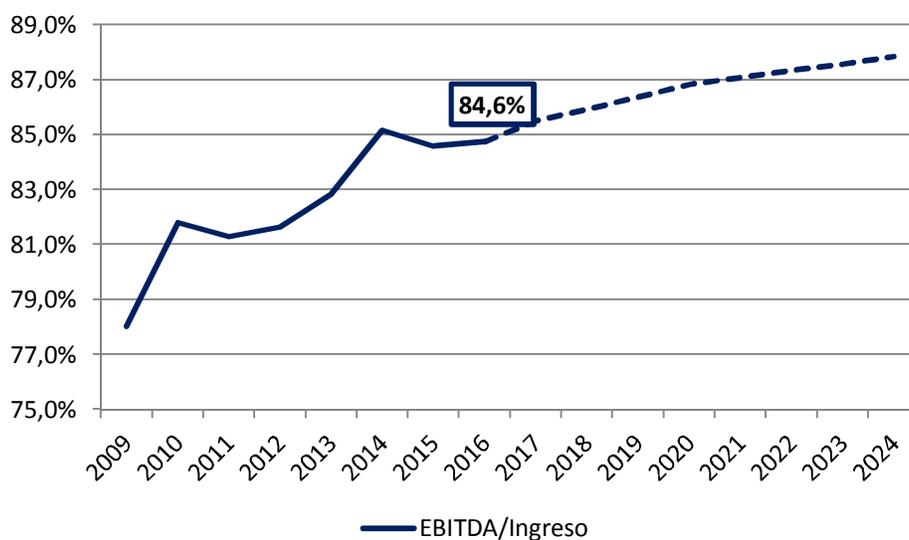


Ilustración 3: Evolución y proyección del margen EBITDA

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global (ICG) es calculado como el coeficiente entre el valor presente del EBITDA proyectado durante el periodo de vigencia del bono, descontado a la tasa del mismo, y el saldo insoluto de la deuda financiera que mantiene la sociedad concesionaria, sin considerar la deuda subordinada. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad (corrigiendo el efecto del pago de impuestos futuros), entonces se asume que la compañía está en condiciones de responder a sus obligaciones, bajo supuesto de un adecuado calce en los flujos. La Ilustración 4 presenta la trayectoria del indicador.

En el caso de **Costanera Norte**, presenta indicadores elevados que se mantienen sobre las tres veces el valor actual de los flujos sobre el saldo insoluto. La proyección del indicador muestra que este se mantiene constante entre los periodos 2015-2016, logrando recuperarse en los años posteriores. Esto se produce por el término del pago de las series A1 y A2 en el 2016. Además, la concesionaria tiene holgura entre el plazo de pago de la deuda y el término de concesión.

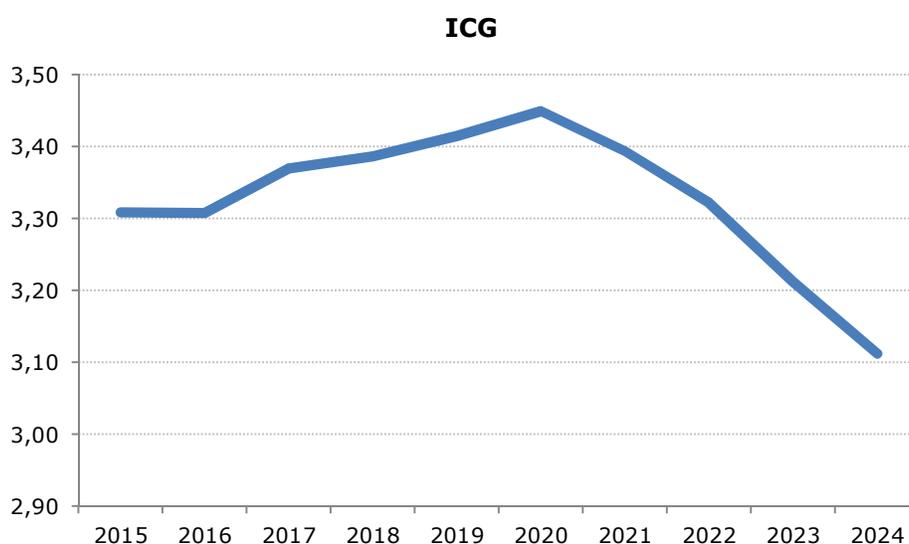


Ilustración 4: Proyección del Índice de Cobertura Global

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una baja sostenida, pasando de niveles cercano a cuatro veces el 2009 a una relación de 1,2 veces a marzo del 2016, manteniéndose levemente un poco más bajo que el año anterior para este mismo trimestre (1,5 a marzo de 2015). Ello responde a un aumento consistente en el patrimonio mientras que el pasivo exigible se ha reducido a medida que se paga la deuda tanto emitida por Costanera Norte como la subordinada con su grupo controlador. Sin embargo, en el último año se ha visto una leve disminución del pasivo exigible, lo que ha llevado que el indicador se mantenga relativamente estable, pese al incremento del patrimonio. La Ilustración 5 presenta la evolución de este indicador.

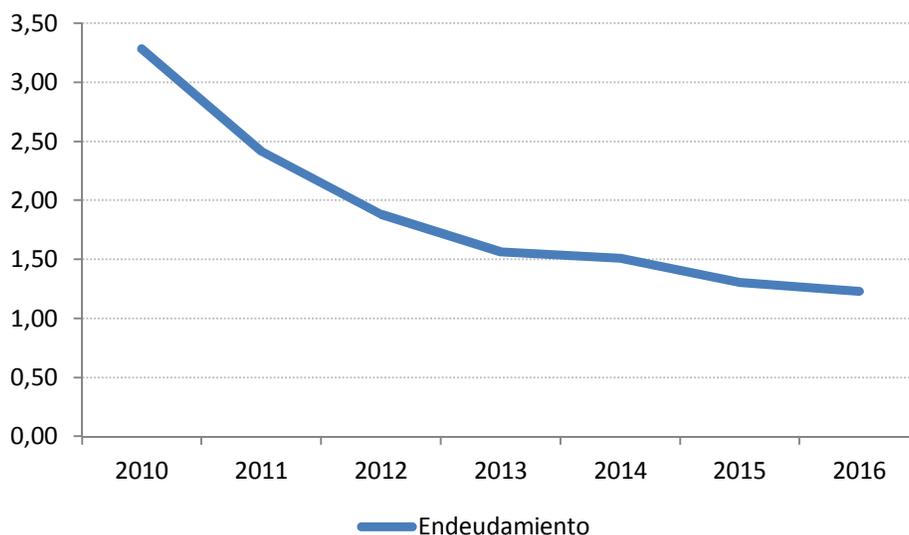


Ilustración 5: Evolución de la razón de endeudamiento

Por otro lado, la deuda financiera medida sobre el EBITDA también muestra una tendencia a la baja debido al incremento del EBITDA como también una reducción de la deuda financiera a través de los años. Este comportamiento se puede observar en la Ilustración 6.

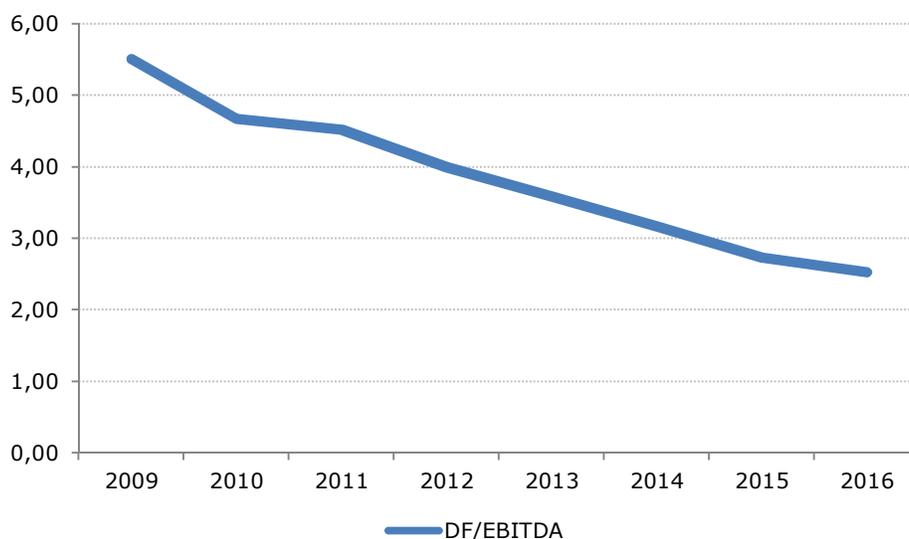


Ilustración 6: Relación deuda financiera sobre EBITDA

Liquidez

La liquidez, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, se ha contraído después del 2010, pasando desde 7,8 veces en 2011 a 2,9 veces en 2015. Posteriormente, durante el primer trimestre del 2016 presentó una leve mejoría producto del incremento de los activos corrientes de un 1,2% respecto del mismo trimestre del año 2015, logrando de este modo que el indicador de liquidez llegara a 3,2 veces a marzo de 2016. El comportamiento de la liquidez se puede observar en la Ilustración 7.

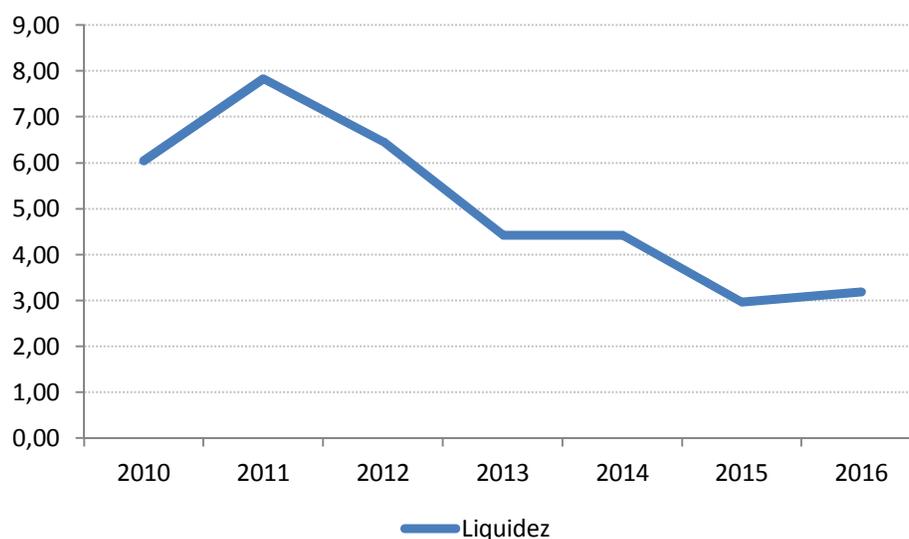


Ilustración 7: Evolución del indicador de liquidez

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."